

부동산 투자가치평가를 위한 정보의 창출

유성용*

요 약

우리나라에서 부동산은 투자대상이라기보다는 투기의 대상으로 인식되어 온 배경에는 부동산의 투자에 거액의 자본이 필요할 뿐 아니라, 부동산투자에 대한 정보의 부재가 큰 원인 중의 하나이었던 것으로 생각된다. 본 연구에서는 부동산투자를 건전한 방향으로 유도하고, 투자대상으로 활성화시키기 위한 투자가치평가모형 및 가치평가에 필요한 정보에 대해 설명하였다.

부동산 투자를 건전화하고 투자대상으로 활성화하기 위해서는 투자와 관련된 현금흐름의 추정 및 위험의 평가가 가능해야 한다. 이를 위해서 부동산의 유형별 및 지역별 거래량, 가격의 공시, 및 정부의 규제정책에 대한 정보가 필수적이다. 또한, 소액의 자본으로 부동산투자를 가능하게 하기 위하여 REITs와 같은 간접투자방법을 가속화하기 위한 정부의 제도적인 지원이 필요할 것으로 생각된다.

1. 서론

우리나라에서 부동산이 소수에 의해 소유되고 있으며, 투자라기보다는 투기의 대상으로 인식하고 있는 경우가 많다. 그러나 경제사회가 고도화 될수록 부동산은 투자의 대상이 되어야 하며, 선진사회에서는 이를 실천하고 있다. 부동산 투자가 다수의 일반투자자들에게 접근하기 어렵게 인식되는 것은 거액의 자본이 요구되기 때문이다. 그러나 부동산의 증권화를 통해 소자본으로도 투자할 수 있는 간접투자의 방법이 개발됨에 따라 우리나라에서도 점차 부동산의 건전한 투자가 활성화 될 것으로 생각된다.¹⁾ 그러나 정부의 부동산 관련정책이 주로 투기억제에 집중

됨으로써 투자를 활성화하는데 있어서 필요한 정보의 생성에는 소극적인 경향이 있다.

부동산투자도 근본적으로는 금융상품의 투자와 유사하다. 금융상품의 투자를 위해서 여러 투자대안 중에서 유리한 대안을 선택하는 원리 또는 투자의 우선순위를 결정하는 방법이 잘 개발되어 있다. 그러나 부동산의 투자결정에서 이용될 수 있는 투자결정원리에 대한 개발은 미약한 실정이다. 또한, 부동산 관련연구에 있어서도 부동산에 관련된 법규, 정책, 과세의 변화에 집중함으로써 규범적 접근방법을 이용한 연구는 많으나,²⁾ 부동산 시장에 대한 실증적인 연구는 잘 수행되고 있지 않지 않으며, 실증분석을 수행한 연구도 개별자산의 투자의사결정이라기보다는 거시적 지수의 움직임에 대한 분석이라든지 실태분석에 대한 연구가 주류를 형성하고 있다.³⁾ 미시적 관점의 부동산 투자에 대한 실증분

* 홍익대학교 경영학부 강사

1) 부동산의 증권화 방법에 관한 자세한 내용은 이춘섭(2000)의 연구를 참조할 수 있다. 부동산투자를 증권화하여 간접투자의 형태로 거래되는 예는 REITs(real estate investment trusts)를 들 수 있다.

2) 방경식(1997), 이종근(2000) 등의 연구는 부동산에 관련하여 규범적 접근법을 사용한 연구의 대표적인 형태이다.

3) 이현 등(2002)의 연구가 거시적 분석의 대표적인 예이며,

식이 이루어지지 않고 있는 가장 큰 이유는 미시적 분석을 위한 자료의 입수가 어렵기 때문이다.

본 연구에서는 부동산 투자와 관련하여 이용할 수 있는 투자가치평가모형을 소개하고, 가치평가를 위해서 요구되는 정보에 초점을 둔다. 또한, 가치평가를 위해서 투자자들의 정보입수 가능성을 높일 수 있는 대안을 제시한다. 이하 본 논문의 구성은 다음과 같다.

제 II장에서는 부동산에 대한 투자안의 선정 방법으로 회수기간법, 회계적이익률법, 순현재가치법(NPV), 내부수익률법(IRR) 등을 소개한다. 제 III장에서는 현금흐름할인법(DCF)을 이용한 투자가치평가과정을 다룬다. 제 IV장에서는 상대가치모형에 의한 투자가치평가과정을 설명하고, 제 V장에서는 부동산 투자가치평가에서 필요한 정보의 창출과 필요성을 다루며, 마지막으로 제 VI장에서는 결론 및 향후의 연구과제에 대해서 기술한다.

II. 부동산에 대한 투자안의 선정 방법

2.1. 회수기간법

부동산의 투자에는 금융상품에 비해 거액의 자금이 소요되는 경우가 일반적이다. 따라서 투자안에 대한 자금회수가 중요한 의사결정의 기준이 될 수 있으며, 투자안의 선택에 대한 우선순위에 대한 결정을 투자자금의 회수관점에서 대안을 평가할 수 있다.⁴⁾ 회수기간법(payback

period method)은 투자액을 얼마 만에 회수하는가에 초점을 맞추어 투자안을 평가하는 기법이다. 회수기간은 투자안으로부터 창출되는 누적 현금유입액이 투자에 소요되는 누적 현금유출액을 초과하는 기간으로 보통 일년단위로 다음의 (식 1)과 같이 나타낸다.

$$PBP = \frac{INV}{CFPY} \quad (\text{식 1})$$

여기에서 PBP는 회수기간

INV는 투자액(초기투자 + 연간 현금 유출액의 합계)

CFPY는 연간 현금유입액의 합계

회수기간법을 이용한 투자의사결정을 투자자가 사전에 결정한 목표회수기간보다 짧은 투자안에 대해서는 투자를 하고, 그렇지 않은 경우에는 기각한다. 따라서 회수기간법에 의한 투자안의 선정은 신속한 투자자금의 회수에 있다.

회수기간법은 계산이 간단하고 이해하기 쉬운 반면, 투자안으로 인해 유출되는 현금과 투자안으로부터 발생하는 현금의 유입에 대해 명목화폐가치로 평가함으로써 화폐의 시간가치를 무시하는 단점이 있다. 또한, 부동산 투자는 금융상품에 비해 장기적인 경우가 일반적이지만 회수기간이후에 많은 현금의 유입이 발생하는 경우 이로 인한 수익성은 무시되는 단점이 있다.

회수기간법은 화폐의 시간가치를 고려하지 않고 명목가치로 투자안의 평가한다는 문제점이 있다. 이러한 단점을 보완하기 위해 할인회수기간법(discounted payback period method)을 적용할 수 있다. 할인회수기간은 적절한 할인율로 할인한 미래현금유입액의 합계가 초기투자를 포함한 미래현금유출액의 현재가치와 일치되는 기간으로 정의된다. 그러나 할인회수기간법을 적

임석희(2002)의 연구가 실태를 분석한 대표적인 연구이다.

4) 본 장에서 소개하는 부동산 투자가치평가모형은 자본예산 모형이라고 한다. 자본예산에 대한 자세한 설명은 신희철(2002)를 참조할 수 있다.

용할 때에도 회수기간 이후의 현금흐름은 여전히 무시된다. 따라서 부동산 투자안과 같은 금액이 요구되는 투자안에 대해서 회수기간 이후의 현금흐름이 고려되지 않음으로써 수익성이 과소 평가되는 위험이 있다.

2.2. 회계적이익률법

회계적 이익률법(accounting rate of return method)은 다음의 (식 2)와 같이 연평균 순이익을 연평균 투자액(또는 초기투자액)으로 나눈 수치로 장부에서 구할 수 있는 자료를 이용하여 투자안의 수익성을 평가하는 지표이다. 부동산 투자안에 대해서는 세후 연평균 임대수익을 초기투자액으로 나누어 수익성을 평가할 수 있다. 특히, 임대사업자가 다양한 종류의 투자안에 대해 사후적으로 수익성을 평가할 때 유용하게 사용할 수 있다.

$$ARR = \frac{ANI}{AINV} \quad (\text{식 2})$$

여기에서 ARR은 회계적 이익률

ANI는 연평균 순이익

AINV는 평균투자액(또는 초기투자액)

회계적 이익률법도 적용이 간단하고, 자료의 입수가능성이 높다는 측면에서 투자안의 평가에 쉽게 이용될 수 있다. 그러나 화폐의 시간가치를 고려하지 않는 단점이 있으며, 임대사업과 같은 지속적인 수익을 획득하는 투자안의 평가는 쉬운 반면, 중간에 투자안을 포기하는 경우 평가하기가 어려운 단점이 있다.

또한, 임대사업자가 투자안을 평가하는 경우 임대수익에서 임대료에 필요한 각종 비용들을 차감한 영업이익을 사용하여 수익성을 평가하는

것이 합리적이다. 임대사업자가 투자를 위해 부채로 자금을 조달하였다고 할지라도 이자비용 이후의 수익성을 고려하여 투자가치를 평가하면 자본조달의사결정이 투자에 영향을 미칠 수 있다. 즉, 투자를 위해 자금을 차입한 경우 이자비용까지 고려하면 자금의 차입규모에 따라 수익성에 큰 변동을 초래할 수 있다.

2.3. 긴급회수기간(bail-out pay-back period)

회수기간법은 투자안의 회수기간을 계산함에 있어서 중도 또는 종료시점에 행해지는 투자자산처분으로부터 생기는 현금유입액을 고려하지 않는다. 그러나 현실에서 투자자산은 당초의 목적대로 중도에 처분되거나 투자시점의 의도와는 사정이 바뀌어 어쩔 수 없이 중도에 처분되기도 한다. 따라서 이러한 경우에는 투자자산의 중도 처분으로 인한 현금유입액을 고려하여 회수기간을 계산하는 것이 합리적이다. 특히, 부동산에 대한 투자로부터 기대하는 투자수익은 보유기간 중에 발생하는 임대수익 등과 부동산의 처분으로부터 발생하는 양도차익으로 구성되는데, 우리나라와 같은 환경에서는 보유 중의 수익보다는 양도차익에 관심을 두는 경우가 많다.

$$BPBP = \frac{INV}{CFPY + EDV} \quad (\text{식 3})$$

여기에서 BPBP는 긴급회수기간

INV는 투자액(초기투자 + 연간 현금 유출액의 합계)

CFPY는 연간 현금유입액의 합계

EDV는 각 시점에서 투자안의 처분가치

긴급회수기간은 자금의 원천에 관계없이 투자

안에 대한 초기투자액을 회수하는데 소요되는 기간으로 정의된다. 부동산의 투자에는 한가지 투자안에 거액의 자금이 소요될 뿐 아니라 투자 수익에 대한 불확실성도 매우 크다. 따라서 잘못된 투자안이라고 판단되면, 이 투자안을 증도에 포기하고 새로운 투자안으로 자금을 이동하여야 하는데, 이러한 의사결정에 긴급회수기간이 유용하게 이용될 수 있다.

2.4. 순현재가치법

순현재가치법(NPV: net present value method)은 투자안으로부터 기대되는 현금유입액을 적절한 할인율로 할인한 금액의 합계에서 투자에 소요되는 현금유출액을 할인한 금액을 차감한 값으로 다음의 (식 4)와 같이 나타낼 수 있다.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+r)^t} \quad (\text{식 4})$$

여기에서 NPV는 순현재가치

CI_t 는 t 기의 현금유입액

CO_t 는 t 기의 현금유출액

r 은 할인율

n 은 투자기간

순현재가치법을 이용하여 투자가치를 평가하기 위해서는 사전에 할인율이 결정되어야 한다. 할인율은 투자안으로부터 얻어야 할 최소요구수익률(minimum rate of return)로 자본비용(cost of capital)을 의미한다. 순현재가치법을 이용하여 복수의 투자안을 선택할 때는 순현재가치가 큰 투자안부터 선택하며, 순현재가치가 영(zero)보다 큰 투자안만을 선택한다. 또한, 투자안 간에 상당한 금액차이가 있는 경우에는 투자금액 당

순현재가치의 크기가 큰 투자안을 선택하게 된다.

부동산 투자안에 대해서 순현재가치법을 적용하는 경우에는 임대수익, 투자자산의 처분으로 받게 되는 금액 등이 현금유입액이며, 투자안을 선택하는데 소요되는 금액과 투자자산을 유지하는 동안 소요되는 비용 등이 현금유출액이다. 현금유입액 중 임대수익은 비교적 예측하기 쉬운 반면, 투자안의 처분으로 받게 되는 금액은 부동산의 가격변동에 따라 결정되므로 예측하기가 매우 어렵다. 또한, 현금유출액 중에서 부동산의 구입가격은 투자시점에서 결정되지만, 투자안을 유지하는 동안 소요되는 비용은 결정하기가 어렵다. 할인율은 투자안에 투하된 자본에 대한 비용으로 전액 부채로 조달한 경우는 이자율을 사용할 수 있지만, 전액 자기자본을 사용한 투자안과 자기자본과 부채를 함께 사용한 경우 자본비용을 결정하기가 매우 어렵다. 부동산의 경우 투자기간도 예측하기가 곤란하다. 특히, 양도차익의 형태로 수익을 실현할 의도가 있는 경우는 부동산의 가격변화에 민감한데, 부동산의 가격변화는 정부의 개발정책, 조세정책 등에 따라 많은 영향을 받는다.⁵⁾

2.5. 내부수익률법

내부수익률(IRR: internal rate of return)은 투자에 소요되는 현금유출액의 현재가치와 투자에서 발생하는 현금유입액의 현재가치를 일치시키는 할인율이다. 내부수익률을 이용한 투자의사결정은 사전에 미리 정한 요구수익률과 내부수익률의 비교를 통해 내부수익률이 요구수익률보

5) 2003년 10월 29일 정부의 부동산투기억제를 위한 대책발표 이후 투기과열지구로 지정된 서울의 강남권 아파트 가격변동이 이를 잘 대변하고 있다. 특히, 양도차익에 대한 무거운 과세 및 보유세의 증과세는 투기자들의 부동산 보유에 대한 매력을 감소시키는 효과가 매우 크게 나타날 것으로 생각된다.

다 높으면 투자안을 수락한다.⁶⁾ 내부수익률법을 식으로 나타내면 다음의 (식 5)와 같이 표현할 수 있다.

$$\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+irr)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+irr)^t} = 0 \quad (\text{식 5})$$

여기에서 CI_t 는 t 기의 현금유입액
 CO_t 는 t 기의 현금유출액
 irr 은 내부수익률
 n 은 투자기간

부동산 투자안에 대해서 내부수익률법을 적용하는 경우 순현재가치법과 마찬가지로 임대수익, 투자자산의 처분으로 받게 되는 금액 등이 현금유입액이며, 투자안을 매수하는데 소요되는 금액과 투자자산을 유지하는 동안 소요되는 비용 등이 현금유출액이다. 내부수익률법을 사용하여 투자가치를 평가하는 경우 현금흐름이 불규칙하게 발생하는 경우 내부수익률을 구하는 것이 복잡하게 되는 단점이 있다.

III. 현금흐름할인법을 이용한 투자가치평가

3.1 가치평가모형

현금흐름할인법(DCF: discounted cash flow

6) 순현재가치법과 내부수익률법에 의한 투자의사결정은 대개의 경우 같은 결과를 초래하나, 특정한 경우에는 다른 결과를 초래하는 경우도 있다. 순현재가치법과 내부수익률법의 결과가 다른 경우는 흔하지는 않지만, 모든 경우에 있어서 순현재가치법의 결과가 내부수익률법에 의한 결과보다 같거나 우선하므로(정한규, 1992), 순현재가치법의 결과를 이용하여 투자의사결정하는 것이 바람직하다.

method)을 이용하여 부동산가치를 평가하기 위해서는 먼저, 부동산투자의 위험을 측정하고 이에 근거하여 할인율을 추정해야 한다. 또한, 자산의 수명기간동안 기대되는 부동산투자의 현금흐름을 추정해야 한다. 할인율과 현금흐름이 결정되면 부동산의 투자가치는 당해 투자로부터 얻게되는 미래 현금흐름의 현재가치에 대한 합계로 다음의 (식 6)과 같이 나타낼 수 있다.

$$V_t = \frac{CF_{t+1}}{(1+r)} + \frac{CF_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{CF_{t+3}}{(1+r)^3} + \frac{CF_{t+4}}{(1+r)^4} + \frac{CF_{t+5}}{(1+r)^5} + \dots \quad (\text{식 6})$$

여기에서 V_t 는 투자안의 가치

CF_t 는 투자안으로부터 기대되는 t 시점의 순현금흐름
 r 은 자본비용

투자안을 처분하지 않고, 해당투자에서 일정한 수익이 발생하는 특수한 형태의 투자안도 있을 수 있다. 부동산의 투자로부터 일정한 현금흐름이 무한히 지속되는 투자안에 대한 투자가치는 다음의 (식 7)과 같이 나타낼 수 있다.

$$V_t = \frac{CF_t}{r} \quad (\text{식 7})$$

여기에서 V_t 는 투자안의 가치

r 은 자본비용

또한, 투자안에 대해 미래의 현금흐름이 매기 일정률로 성장하는 특수한 경우의 투자안이 존재할 수 있다. 부동산에 대한 투자에서 현금흐름이 일정한 성장을 하는 투자안에 대한 가치는 다음의 (식 8)과 같이 나타낼 수 있다.

$$V_t = \frac{CF_t}{(r-g)} \quad (\text{식 8})$$

여기에서 V_t 는 투자안의 가치
 r 은 자본비용
 g 는 성장률

3.2. 할인율의 추정

주식, 사채 등의 금융자산과는 달리 부동산은 거래빈도가 낮을 뿐 아니라, 평가하고자 하는 부동산 유형의 거래자료를 입수하기가 매우 어렵다. 특히, 같은 유형에 속하는 부동산일지라도 지역적 위치, 수명과 질이 다를 수 있으므로 이러한 차이를 위험에 반영하기가 매우 곤란하다 (Damodaran 1996).

부동산의 수익률을 구하기 위한 방법으로 여러 가지 대안을 생각할 수 있다. 첫째, 전국의 지가조사, 아파트 값 조사와 같은 자료를 이용하는 방법이다. 이러한 조사는 주로 월 단위로 발표된다. 그러나 이 방법의 한계는 모든 부동산 유형에 대해서 가격정보가 발표되지 않은 한계점이 있다. 둘째, REITs(real estate investment trusts)의 지수를 이용하는 방법이다. 우리나라에서도 최근 REITs를 구성하는 부동산투자에 대한 기법이 도입되고 있다. 그러나 이 방법의 한계점으로는 REITs가 소유하는 부동산이 모든 부동산을 대표할 수 없는 한계점이 있다. 셋째, 일정기간별로 각 지역에 대한 부동산의 유형별 감정가격을 발표하여 이 자료를 이용할 수 있다. 감정가격을 이용하는 방법은 실질적으로 거래가 발생하지 않더라도 가격지수를 구성할 수 있는 장점이 있는 반면, 지역의 구분, 부동산 유형의 구분 등의 기준이 중요한 요인이 된다.

부동산 투자에 대해 자기자본으로 투자한 자금을 할인할 할인율은 CAPM(capital asset pricing

model)을 통해 얻을 수 있다. 즉, 시장포트폴리오와 개별자산의 수익률의 과거자료를 이용하여 다음의 (식 9)를 통해 자본비용을 추정할 수 있다.

$$E(R_i) = r_f + [R_m - r_f] \beta_i \quad (\text{식 9})$$

여기에서 $E(R_i)$ 는 개별자산 i 의 수익률
 r_f 는 무위험 이자율
 R_m 은 시장수익률

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_m, R_i)}{\sigma_m^2}$$

(Cov는 공분산 기호, σ_m^2 는 시장수익률의 분산)

만약, REITs가 상장되어 거래된다면 주식시장을 통해 자본비용을 추정할 수 있다. 시장모형(market model)을 통해 과거의 시장수익률과 개별 REITs 수익률에 대한 자료를 이용하여 다음의 (식 10)과 같이 회귀분석을 통해 자본비용을 추정할 수 있다.

$$E(R_i) = \alpha_0 + \beta_1 R_m + e_i \quad (\text{식 10})$$

여기에서 α_0, β_1 은 회귀식의 계수
 e_i 는 오차항

우리나라에서는 부동산투자가 건전한 방향으로 활성화되기보다는 투기목적으로 자주 이용된다. 특히, REITs의 도입은 최근의 일이고, 증권거래소에 상장된 개별 REITs가 존재하지 않기 때문에 주식수익률을 통해 자본비용을 추정하는 것은 불가능하다. 이에 대한 대안으로 서베이 방법(survey method)을 사용할 수 있다. 즉, 잠재적인 투자자를 대상으로 여러 가지 유형, 여러 지역에 분포하는 부동산 투자안에 대해서 어느 정도의 요구수익률을 기대하는지를 조사하는 것이다. 이러한 방법을 사용하면 위험-수익률의

추상적인 모형에 근거하지 않고 실질적인 투자자의 요구수익률을 반영하는 장점이 있다. 또한, 서베이 방법은 여러 가지 유형의 부동산에 대해 여러 지역에 분포하는 투자안에 대한 자료를 얻을 수 있으며, 거액의 자본으로 실질적인 투자를 행하지 않는 투자자에게도 조사함으로써 소수 투기자들의 편향(bias)을 제거할 수 있는 장점이 있다.⁷⁾

3.3. 가중평균 자본비용의 추정

자기자본에 대한 자본비용이 추정되고, 금융기관으로부터 차입하는 이자율을 결정할 수 있으면 투하자본에 대한 가중평균자본비용(weighted average cost of capital)을 결정할 수 있다. 차입한 타인자본에 대한 이자율을 ρ 라고 하면, 이에 세금효과를 고려하여 타인자본비용은 다음의 (식 11)과 같이 결정한다.

$$k_i = \rho(1 - t) \quad (\text{식 11})$$

여기에서 k_i 는 세후타인자본비용

ρ 는 차입이자율

t 는 세율(법인세율 또는 개인소득세율)

타인자본과 자기자본을 포함한 전체 투하자본에 대해 적용할 가중평균자본비용은 다음과 같이 타인자본과 자기자본에 대해 각 자본비용을 가중평균하여 다음의 (식 12)와 같이 계산한다.⁸⁾

7) 부동산에 대한 실제 거래자들은 소수의 거액 자본가들일 수 있다. 그러나 건전한 투자가 활성화되고, 부동산이 증권화되어 간접투자가 발달하게 되면 부동산투자가 일반 투자자들에게도 매력적인 투자안이 될 수 있다. 따라서 소수의 투기자들에 의한 가격결정은 시장가격이 왜곡된 결과로 볼 수 있다.

8) 개인투자자의 경우에도 투자안의 올바른 평가를 위해서는 차입자본에 대한 이자율과 자기자본에 대한 기회비용을 고려해야 한다.

$$WACC = \frac{B}{B+E} k_e + \frac{E}{B+E} k_i \quad (\text{식 12})$$

여기에서 WACC는 가중평균자본비용

B는 차입금

E는 자기자본

k_i 는 세후타인자본비용

k_e 는 자기자본비용

3.4. 현금흐름의 추정

부동산투자에 대한 현금흐름은 많은 경우 임대수익으로 구성된다. 부동산에 대한 현금흐름도 금융자산과 마찬가지로 세후 현금흐름을 추정하는 것이 최종 목적이다. 부동산의 투자에서 현금의 유입은 통상적으로 임대수익의 형태로 이루어진다. 미래의 임대료 수익을 추정할 때 과거 임대료의 추이, 수요와 공급의 상황, 경제 전반적인 상황을 고려하여 추정한다.

사무실용 빌딩이나 복합주택건물의 경우 일정시점에서 모든 면적이 임대되지 않을 수 있으므로 비임대율(vacancy rate)을 임대료와 함께 추정해야 한다. 새로운 빌딩과 같은 경우는 빌딩이 완전히 임대되는데 까지 걸리는 시간 등도 고려해야 한다.

부동산투자와 관련하여 현금유출은 재산세, 보험료, 유지비용, 광고비 등을 고려해야 한다.

IV. 상대가치모형에 의한 투자 가치평가

4.1. 비교자산의 선정

금융자산의 평가에 비교기업과 표준화된 비율

을 이용하듯이, 부동산가치평가에도 비교자산과 표준화비율을 사용할 수 있다. 부동산가치평가와 관련하여 비교자산의 선정은 매우 중요하다. 특히, 다양한 종류의 자산과 지역 등의 특성을 반영하여 비교자산을 정교하게 선택하는 것은 금융자산의 평가보다 어렵다. 부동산의 경우에는 비교자산의 선정시 부동산의 규모, 크기, 위치, 경과연수, 건물 등의 경우 상태, 질 등을 고려해야 한다. 그러나 비교자산의 선정에서 각 변수를 조정하는 것에 대해 어느 정도의 주관성은 배제할 수 없다.

예를 들어 강남의 아파트를 비교하는 경우 비교할 아파트의 크기, 정확한 위치, 완공일로부터 경과연수, 재건축여부 등에 대한 자세한 정보를 반영하여 비교자산을 결정하여야 한다.

4.2. 표준화된 비율의 이용

비교자산을 선정하여 가치평가를 하기 위해서는 가치를 동일 단위로 표준화해야 한다. 부동산에 관련하여 가치를 표준화하는 방법은 여러 가지가 있을 수 있으나, 가장 적용하기 쉬운 두 가지 방법을 소개한다. 첫째, 크기를 사용하여 표준화하는 방법이다. 사무실 등의 임대수익 등에 대해 쉽게 적용할 수 있는 방법으로 평당 임대료, 제곱미터당 임대료 등과 같이 동일 단위로 가치를 환산하는 방법이다. 둘째, 임대수익을 이용하여 가치를 표준화할 수 있다. 부동산의 가격을 연간임대수익으로 나누어 구한 비율을 표준화 비율로 사용하는 것이다. 이러한 방법을 사용하면 임대수익의 규모, 건물의 질, 위치 등의 차이를 반영하는 장점이 있다.

빌딩과 같은 부동산의 가치를 상대가치평가방법으로 구하기 위해서는 우선 평당 평균가격을 구한다. 평당 평균가격이 결정되면 평가하고자

하는 빌딩의 가치는 빌딩의 평수에 평당평균가격을 곱함으로 산출된다.

4.3. 회귀분석법

상대가치평가방법을 연장하여 부동산의 가치 평가에도 회귀분석법을 이용할 수 있다.⁹⁾ 부동산의 가치평가에 회귀분석법을 적용하기 위해서는 같은 지역에 위치한 부동산의 가치에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 파악한다. 이러한 변수들의 예로 비임대율, 크기, 임대수익창출능력 등을 들 수 있다.

회귀분석법으로 부동산의 가치를 평가하기 위해서는 부동산의 가치를 종속변수로 하고, 부동산의 가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하여 회귀계수를 추정한다. 다음으로는 평가하고자 하는 부동산에 대한 독립변수를 추정식에 대입함으로써 해당 부동산의 가치를 추정할 수 있다.

회귀분석법을 이용하여 부동산의 가치를 평가하는 것은 비교적 다른 금융자산에 비해 간단할 수 있다. 왜냐하면 부동산의 가격에 영향을 미칠 수 있는 요인은 금융자산보다는 분명하기 때문이다.

V. 부동산투자가치평가를 위한 정보

사회가 발전해 갈수록 경제중심의 사회가 구축되고, 재테크의 중요성은 부각된다. 이러한 재테크의 대상은 금융상품에 한정되는 것이 아니

9) O'Neal and Page(2000)에서는 부동산상호기금의 성과 및 기금특성을 회귀분석을 이용하여 분석하고 있다.

라 부동산 등의 실물자산에 까지 확산되며, 실물자산의 투자에 필요한 거액의 자금 없이도 투자가 가능하도록 부동산의 증권화를 이루고 있다.¹⁰⁾ 우리나라에서 부동산투자는 투자가 아니라 투기로 인식되어 왔으며, 소수의 자본가에 의해 집중적인 거래가 이루어져왔다. 따라서 정부의 정책도 부동산의 투기를 억제하는 정책에 집중되어 왔으며, 건전한 투자를 위한 정책의 개발은 미약한 실정이다.¹¹⁾ 부동산투자를 건전한 방향으로 유도하기 위해서는 우선적으로 투자가치평가에서 사용하는 다양한 정보의 공시확대가 필요하다.

부동산 투자의 가치평가는 금융자산의 평가와 크게 다르지는 않다. 다만, 투자로부터 기대되는 현금흐름과 이를 할인하기 위한 할인율의 결정에 있어서 불확실성 및 정보를 반영하는데 있어서 차이가 있을 뿐이다. 부동산 투자안을 평가하기 위해서는 평가모형에 관련된 평가요소에 관한 정보의 이용가능성이 매우 중요하다. 따라서 우선적으로 부동산투자에 관련된 정보공시의 확대가 필요하다. 부동산투자와 관련하여 필요한 정보는 다음과 같은 것들이 있다.

첫째, 부동산의 투자에서 현금의 유입을 평가하기 위해서는 임대료수익에 대한 자료, 부동산의 가격 및 거래량에 관련된 자료가 필수적이다. 따라서 현금유입의 평가를 위해 각 자산의 유형별, 각 지역별 임대료수익에 대한 정보를

일정기간마다 공시하는 것이 필요하다. 즉, 아파트, 빌딩, 오피스텔 등의 유형별로 평당임대수익 및 평당거래가격에 대한 정보를 일정 기간마다 공시해야 부동산투자로부터 기대되는 수익을 추정할 수 있다.

둘째, 부동산의 각 유형별, 각 지역별 임대율(또는 비임대율)에 대한 정보를 공시해야 한다. 물론 사무실용 빌딩 등의 임대율은 경제 전반적인 상황의 영향을 받겠지만, 각 지역적인 특성도 반영된다. 따라서 일정기간마다 임대율에 대한 정보를 입수할 수 있어야 미래 현금흐름을 보다 정교하게 예측할 수 있다.

부동산투자가치를 평가하기 위해서는 각 자산의 투자에 따른 위험을 평가하여야 한다. 그러나 부동산은 거래빈도가 낮을 뿐 아니라, 평가하고자 하는 부동산 유형의 과거 거래자료를 입수하기가 매우 어렵다. 특히, 같은 유형에 속하는 부동산일지라도 지역적 위치, 수명과 질적인 차이를 위험에 반영하여야 하는 어려움도 있다. 각 부동산에 대한 위험을 평가하기 위해서는 다음과 같은 대안을 통해 정보의 확대가 필요하다.

첫째, 전국의 지가조사, 아파트 값 조사와 같이 각 자산유형별 자료를 일정기간마다 공시하여야 한다. 가능하면 모든 부동산의 유형이 포함되게 하는 것이 중요하다. 둘째, 건전한 투자관행을 정착시키기 위해서 소수의 투기자들에 의한 부동산 투자의 독점을 막고, 부동산투자를 일반투자자들에게 확대시키는 정책이 필요하다. 이를 위해서는 REITs를 활성화시키고, REITs의 지수를 통해 부동산 투자의 수익률과 위험을 평가하도록 할 수 있다.¹²⁾ 셋째, 일정기간별로 각 지역에 대한 부동산의 유형별 감정가격을 발표하여야 한다. 감정가격은 부동산 거래가 활발하

10) REITs와 같은 투자상품이 부동산의 증권화를 이룬 대표적인 사례로 볼 수 있다. 우리나라에서는 아직 REITs상품의 발달이 미약하지만, 미국 등의 선진사회에서는 이미 부동산 투자의 대표적인 형태가 되고 있다.

11) 2003년 10월 29일 발표된 부동산 투기지역에 대한 주택에 대해 1가구 2주택 이상에 대해서는 부동산의 양도차익에 대해 높은 세율로 과세하고, 부동산의 보유세를 무겁게 징수하는 정책 등은 건전한 투자를 유도하기 위한 정책이라기 보다는 현재 나타나고 있는 부동산의 투기를 억제하기 위한 정책으로 볼 수 있다. 과세정책의 변경을 발표하고 나서 실제로 서울 강남의 아파트값은 급락하는 조짐을 나타내고 있다(매일경제신문 2003년 11월 6일).

12) Neil Myer and Webb(2000)에서는 REIT Fund의 경영형태 및 성과를 Jensen alpha 값을 비교하고, 각 Fund의 수익성을 비교분석하고 있다.

게 발생하지 않아도 가격지수를 구성할 수 있으므로 일정한 지역을 정하고 각 지역별 부동산 유형에 따른 감정가격을 일정기간별로 공시하면, 이를 통해 수익률과 위험을 평가할 수 있다. 넷째, 서베이(survey)를 통해 잠재적인 투자자를 대상으로 여러 가지 유형, 여러 지역에 분포하는 부동산 투자안에 대해서 어느 정도의 요구수익률을 기대하는지를 조사하여 발표하는 것이다.

부동산이 투기의 대상이 아니라 투자의 대상이 되기 위해서는 소수의 거액 자본가에 부동산이 집중되는 것이 바람직하지 않다. 따라서 다수의 소액 자본가에게도 투자의 기회를 확대하는 정책이 필요하다. 그러나 실물자산을 직접 거래하는 것은 자본이 없이는 불가능하다. 따라서 REITs에의 투자와 같은 간접투자방법을 개발하여 소액의 자본으로 투자할 수 있는 기회를 확대하는 것이 필요하다. 또한, 부동산투자가치 평가에 필요한 정보의 입수기회를 확대하여 관련정보를 통해 투자가치를 평가하고, 투자자의 투자포트폴리오의 대상이 될 수 있는 기회를 확대하여야 한다. 현재 우리나라의 부동산 정책은 특정지역의 부동산 가격을 안정화하고 투기를 억제하는데 주력한다. 그러나 보다 근본적으로는 전지역을 대상으로 투기기회를 제공하지 않아야 하는 것이 중요하다. 부동산시장을 선진화하고 건전한 투자관행을 정착시키기 위해서는 투자에 필요한 정보의 입수기회가 모든 잠재적인 투자자들에게 균등하게 제공되는 것이 필요하다.

VI. 결론

우리나라에서 부동산은 투자대상이라기보다는

투기의 대상의 인식되어 왔다. 이러한 배경에는 부동산의 투자에 거액의 자본이 필요할 뿐 아니라 부동산투자에 대한 정보의 부재가 큰 원인 중의 하나이었던 것으로 생각된다. 본 연구에서는 부동산투자를 건전한 방향으로 유도하고 투자대상으로 활성화시키기 위해 부동산에 대한 투자가치평가를 할 수 있는 모형을 소개하고, 투자가치평가에서 중요한 정보에 대해 설명하였다. 부동산투자를 활성화시키고 건전한 투자로 유도하기 위해서 필수적인 정보는 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 부동산의 유형 및 지역별 가격의 공시이다. 일정기간으로 분할하여 부동산 가격을 공시함으로써 부동산 각 유형별 수익률의 자료에 접근 가능하게 하는 것이 중요하다. 둘째, 부동산투자에 대한 현금흐름을 예측 가능하게 하기 위해 임대율에 대한 정보를 필요로 한다. 임대율 또는 비임대율은 경제 전반적 상황의 영향을 받기는 하지만, 특정 지역별, 부동산 유형별 임대율에 대한 정보가 부동산 투자결정에 있어서 핵심정보중의 하나이다. 셋째, 정부차원에서 제도적으로 각 부동산 유형별, 지역별 가격을 공시할 필요가 있다. 가격의 공시는 실제 거래가격, 감정가격, 서베이에 의한 조사가격 등의 여러 가지 대체적인 방안을 생각할 수 있다. 일정한 기간마다 가격정보를 공시하면 부동산 투자에 대한 수익률과 위험을 추정하는데 있어서 매우 유용하게 사용될 수 있다. 넷째, 부동산의 증권화를 가속화하기 위한 정부의 제도적인 지원이 필요하다. 현재 우리나라에서 REITs와 같은 부동산투자 방법이 사용되기는 하지만, 본격적인 증권화가 되기 위해서는 여러 가지 제도적인 지원이 필요하다.

본 연구에서는 부동산 투자가치 평가를 위해 사용될 수 있는 평가모형과 평가에 필요한 정보

의 속성 및 창출에 대해 소개하였다. 우리나라에서는 가치평가에 사용될 수 있는 정기적인 정보공시의 부재로 실증적인 연구를 수행할 수 없었다.¹³⁾ 그러나 향후에는 REITs 수익률 등을 이용하여 실증적인 연구를 수행할 필요가 있다.

참고문헌

- 방경식(1997), “주택 개발 활성화 방안에 관한 연구”, 「부동산정책연구」, Vol.7, 39-50
- 신홍철(2002), 「전략적 관점을 강조한 관리회계」, 경문사
- 이종근(2000), “부동산 사법상 계약성립의 논고”, 「부동산정책연구」, Vol.9, 99-117
- 이춘섭(1999), “부동산 투자계산”, 「부동산정책연구」, Vol.8, 1-21
- 이춘섭(2000), “부동산의 증권화 분석”, 「부동산정책연구」, Vol.9, 1-25
- 이현, 이창무, 김병욱(2002), “반복매매모형을 활용한 아파트 매매가격지수”, 「부동산학연구」, Vol.8, No.2, 1-19
- 임석희(2002), “IMF 경제위기 이후 대구지역의 전,월세 동향과 서민주거실태”, 「부동산학연구」, Vol.8, No.2, 29-44
- 정한규(1992), 「재무관리」, 제2판, 경문사
- Damodaran, A.(1996), *Investment valuation*, John Wiley & Sons, Inc.
- Jackson, T.O.(2001), The effects of environmental contamination on real estate: A literature review, *Journal of Real Estate Literature* Vol.9, No.2, 93-116.
- Neil Myer, F.C., & J.R. Webb(2000), Management styles of REIT funds, *Journal of Real Estate Portfolio management* Vol.6, No.4, 339-348.
- O’Neal, E.S., and D.E. Page(2000), Real estate mutual funds: Abnormal performance and fund characteristics, *Journal of Real Estate Portfolio management* Vol.6, No.3, 239-247.

13) 미국의 경우에는 부동산 투자와 관련하여 여러 가지 정보가 비교적 잘 공시되는 편이다. 따라서 부동산에 대한 미시적 관점의 실증분석이 행해지고 있다. 그러나 미국에서도 부동산에 대한 미시적인 분석은 다른 금융상품에 대한 분석보다는 정교성이 떨어진다고 볼 수 있다. 미국에서 부동산 투자에 대한 실증분석 상의 문제점에 대한 지적은 Jackson(2001)을 참조할 수 있다.

Information for the valuation of real estates

Sung-Yong Ryu*

Abstract

The purpose of this study is to examine the valuation models and valuation factors for the valuation of real estates. In Korea, the weak market conditions prevented investors from the sound investing the real estates.

To develop the real estate investment market, we need the information of sale prices, volume, vacancy rates, and regulatory policies to the various types, and areas of the real estates. In addition, we have to develop the indirect investing methods such as REITs.

* Lecturer, Department of Business Administration, Hong-Ik University